

0- 792347

На правах рукописи



Паюсов Андрей Александрович

**ФИНАНСОВО-ИНВЕСТИЦИОННАЯ
ПРИВЛЕКАТЕЛЬНОСТЬ
ХОЗЯЙСТВУЮЩЕГО СУБЪЕКТА**

Специальность 08.00.10 –
Финансы, денежное обращение и кредит

АВТОРЕФЕРАТ
диссертации на соискание ученой степени
кандидата экономических наук

Екатеринбург – 2009

КГФЭИ		
Входящий № <u>58/01-1459</u>		
<u>11</u>	<u>11</u>	<u>2009</u> г.

Диссертационная работа выполнена на кафедре финансового менеджмента
ГОУ ВПО «Уральский государственный экономический университет»

Научный руководитель: доктор экономических наук, профессор
Веретенникова Ольга Борисовна,
заведующая кафедрой финансового менеджмента
ГОУ ВПО «Уральский государственный
экономический университет» (г. Екатеринбург)

Официальные оппоненты: доктор экономических наук, доцент
Майбуров Игорь Анатольевич,
заведующий кафедрой финансового и налогового
менеджмента ГОУ ВПО «Уральский государственный
технический университет – УПИ имени первого
Президента России Б. Н. Ельцина» (г. Екатеринбург)

НАУЧНАЯ БИБЛИОТЕКА КГУ



0000712591

кандидат экономических наук, профессор
Решетникова Татьяна Владимировна,
профессор кафедры ценных бумаг и инвестиций
ГОУ ВПО «Уральский государственный
экономический университет» (г. Екатеринбург)

Ведущая организация: ГОУ ВПО «Санкт-Петербургский государственный
университет экономики и финансов»
(г. Санкт-Петербург)

Защита состоится 26 ноября 2009 г. в 11.00 на заседании диссертационного
совета ДМ 212.287.02 при ГОУ ВПО «Уральский государственный экономический
университет» по адресу: 620144, г. Екатеринбург, ГСП-985, ул. 8 Марта/Народной
воли, 62/45, зал заседаний Ученого Совета (ауд. 150).

Отзывы на автореферат в двух экземплярах, заверенные гербовой печатью,
просим направлять по адресу: 620144, г. Екатеринбург, ГСП-985, ул. 8 Марта/Народ-
ной воли, 62/45, ГОУ ВПО «Уральский государственный экономический универси-
тет», ученому секретарю диссертационного совета ДМ 212.287.02.

С диссертацией можно ознакомиться в научной библиотеке ГОУ ВПО
«Уральский государственный экономический университет». Автореферат диссертаци-
и размещен на сайте ГОУ ВПО «Уральский государственный экономический уни-
верситет»: <http://www.usue.ru>.

Автореферат разослан 24 октября 2009 г.

За ученого секретаря
диссертационного совета,
доктор экономических наук, профессор

Г. П. Селиванова

I Общая характеристика работы

Актуальность темы исследования. В настоящее время практически все секторы российской экономики нуждаются в масштабных инвестициях. Изношенность и моральное старение основных фондов, несовершенство технологий ухудшают конкурентоспособность России на мировом рынке.

Развитие отрасли, региона и страны напрямую зависит от эффективности деятельности субъектов реального сектора экономики, определяющих как общий уровень благосостояния экономики, так и материально-техническую базу функционирования непромышленного сектора.

Одним из путей решения указанной проблемы является активизация инвестиционных процессов в российской экономике. До 2008 г. данные процессы показывали позитивную динамику, но экономический кризис 2008–2009 гг. значительно снизил инвестиционную активность, как в России, так и в мире в целом. В этой связи все больший теоретический и практический интерес представляет рассмотрение и обоснование определенных условий, при которых организация сможет стать привлекательной для потенциальных инвесторов.

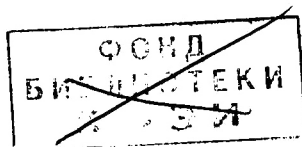
Основными условиями привлечения инвестиций в развитие производства являются две составляющие: приемлемый для инвестора риск и оптимальная доходность вложений, перекрывающая возможные потери от риска. Возникает необходимость более глубокой проработки и более детального подхода к определению эффективности инвестиционных проектов и выбора наиболее привлекательных. Инвестор, прежде всего иностранный, должен быть уверен в том, что он сможет вернуть не только вложенные деньги, но и получить ощутимый доход.

Вышеизложенное обуславливает необходимость дальнейшего развития теоретических и методических подходов к оценке финансово-инвестиционной привлекательности хозяйствующего субъекта для принятия обоснованных решений об инвестициях.

Цель исследования заключается в развитии теоретико-методических основ комплексной оценки финансово-инвестиционной привлекательности хозяйствующего субъекта и их апробации для улучшения инвестиционного климата в экономической системе России.

Поставленная в работе цель потребовала решения следующих задач исследования:

изучить концепции в области теории инвестиций, инвестиционной и финансово-инвестиционной привлекательности хозяйствующего субъекта;



установить ключевые факторы, влияющие на инвестиционную привлекательность хозяйствующего субъекта, и характеризующие их показатели;

провести анализ современных отечественных и зарубежных методик оценки инвестиционной привлекательности хозяйствующего субъекта, выявить их преимущества и недостатки;

предложить алгоритм экспресс-диагностики инвестиционных проектов с целью выявления рисков уже на начальных фазах инвестиционного анализа;

разработать и апробировать методику оценки финансово-инвестиционной привлекательности хозяйствующего субъекта (на примере промышленных предприятий Уральского региона);

предложить механизм управления финансово-инвестиционной привлекательностью хозяйствующих субъектов.

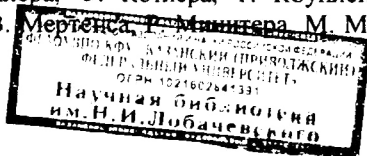
Предметом исследования являются экономические отношения, возникающие между хозяйствующим субъектом и инвестором при определении целесообразности инвестиций.

В качестве **объекта исследования** выступают хозяйствующие субъекты Уральского региона различной организационно-правовой формы и масштаба.

Методологической и информационной основой исследования являются труды российских и зарубежных экономистов, теоретиков и практиков в области инвестиций, корпоративных финансов, финансового менеджмента, корпоративного управления и инвестиционного банковского бизнеса.

Вопросы теории инвестиций и инвестиционной привлекательности хозяйствующего субъекта освещали такие отечественные ученые, как В. М. Аньшин, И. Т. Балабанов, Л. А. Бернштейн, И. А. Бланк, В. В. Бочаров, С. В. Валдайцев, Л. С. Валинурова, О. Б. Веретеникова, П. В. Виленский, В. М. Власова, В. В. Григорьев, И. В. Гришина, И. А. Егоров, И. В. Журавкова, И. А. Зимин, А. Ю. Казак, М. И. Кныш, В. В. Ковалев, С. М. Конторович, Н. П. Кондраков, М. Н. Крейнина, Э. И. Крылов, В. Е. Леонтьев, В. Н. Лившиц, М. С. Марамыгин, В. А. Москвин, С. Н. Мордашов, Е. В. Негашев, Б. А. Перекатов, И. Ройзман, Р. С. Сайфуллин, Ю. П. Тютиков, А. Д. Шеремет, К. В. Щиборщ, М. А. Федотова и др.

В зарубежной литературе вопросы инвестиций, оценки инвестиционной привлекательности и стоимости хозяйствующего субъекта разработаны в трудах Г. Дж. Александера, С. Дж. Брауна, Дж. В. Бейли, Ю. Ф. Бригхэма, Г. Бирмана, Дж. К. Ван Хорна, Л. Дж. Гитмана, М. Д. Джонка, П. Дойля, Дж. Доунса, Ф. П. Друкера, Дж. М. Кейнса, У. Кирана, М. П. Кришмена, Т. Коллера, Ф. Котлера, Т. Коупленда, Р. Коха, Л. Крушвица, П. Массе, А. В. Мертенса, Р. Минигера, М. Мил-



лера, Ф. Модильяни, Дж. Муррина, Д. Норткотта, Дж. О'Шонесси, М. Портера, Дж. М. Розенберга, М. К. Скотта, Ф. Фабоцци, Э. Хелферта, У. Шарпа и др.

Информационная база исследования включает в себя законодательные и нормативные акты Российской Федерации, Федеральной службы государственной статистики, Министерства финансов Российской Федерации, Министерства экономического развития и торговли Российской Федерации, данные из периодических изданий по проблемам инвестиций, финансового и корпоративного управления, финансовая отчетность исследуемых хозяйствующих субъектов Уральского региона.

В диссертационной работе использовались логические, статистические, графические и экономико-математические методы обработки информации.

Научная новизна диссертационного исследования состоит в следующем:

1. Дополнено определение категории «инвестиции», понятия «инвестиционный процесс», дано понятие «финансово-инвестиционная привлекательность хозяйствующего субъекта».

2. Введен дополнительный классификационный признак инвестиций по целям предпринимательской деятельности для определения индивидуального подхода к оценке финансово-инвестиционной привлекательности хозяйствующих субъектов при различных видах инвестирования.

3. Разработана трехфакторная модель оценки финансово-инвестиционной привлекательности хозяйствующего субъекта для проведения количественной и качественной экспресс-диагностики инвестиций и возможных путей минимизации рисков.

4. Предложена и апробирована унифицированная методика комплексного управления финансово-инвестиционной привлекательностью хозяйствующего субъекта с целью всесторонней оценки рисков инвестора.

5. Предложены рекомендации по формированию стандартных инвестиционных стратегий инвестора для снижения рисков.

Практическая значимость диссертационной работы. Предложенная автором модель оценки финансово-инвестиционной привлекательности хозяйствующего субъекта может использоваться менеджментом отечественных предприятий, в том числе финансовыми службами, для выявления внутренних резервов повышения финансово-инвестиционной привлекательности и принятия управленческих решений по обес-

печению необходимого притока капитала, в случае рефинансирования собственных средств.

Разработанная автором унифицированная методика комплексного управления финансово-инвестиционной привлекательности хозяйствующего субъекта применима внешними инвесторами для обоснования ими решений о целесообразности вложения средств в инвестиционный проект хозяйствующего субъекта.

Для иностранных инвесторов предложенная автором трехфакторная модель оценки финансово-инвестиционной привлекательности хозяйствующего субъекта важна при оценке рисков изменения макроэкономической ситуации (на уровне страны, региона, отрасли) в России и выработки стратегий их нейтрализации.

Апробация результатов исследования. Основные положения диссертационного исследования докладывались, обсуждались и были одобрены на международных и всероссийских научно-практических конференциях в Санкт-Петербурге (2007–2008 гг.), Екатеринбурге (2007–2008 гг.)

Положения и выводы автора, представленные в диссертационном исследовании, нашли применение в деятельности финансовых служб ОАО «Уралредмет», в ООО «УГМК-Сталь» (Свердловская область), а также в учебном процессе Уральского государственного экономического университета.

Внедрение результатов диссертационного исследования подтверждается соответствующими документами.

Публикации. По теме диссертации опубликовано 8 работ общим авторским объемом 2,79 п.л., в том числе две статьи в изданиях, рекомендованных экспертным советом ВАК РФ.

Объем и структура работы. Работа состоит из введения, трех глав и заключения, изложенных на 190 страницах машинописного текста. Цифровой и графический материал представлен в 35 таблицах и 26 рисунках. Список использованной литературы содержит 133 наименования.

Структура диссертации выглядит следующим образом.

Во **введении** обоснована актуальность темы, определены цель и задачи исследования, выделены объект и предмет исследования, рассмотрена методологическая и информационная база исследования, раскрыта научная новизна и практическая значимость работы, представлена апробация результатов исследования.

Первая глава «Сущность инвестиций и факторы, влияющие на инвестиционную привлекательность хозяйствующих субъектов» посвящена изучению категории «инвестиции», понятий «инвестиционный процесс», «инвестиционная привлекательность хозяйствующего субъек-

та». Предложена классификация инвестиций по целям предпринимательской деятельности, выявлены факторы и условия, влияющие на инвестиционную привлекательность хозяйствующего субъекта.

Во *второй главе* «Методические подходы к оценке инвестиционной привлекательности хозяйствующего субъекта» проведен анализ современных зарубежных и российских методик оценки инвестиционной привлекательности хозяйствующих субъектов, разработана трехфакторная модель оценки финансово-инвестиционной привлекательности хозяйствующего субъекта, а также предложена унифицированная методика комплексного управления финансово-инвестиционной привлекательностью хозяйствующих субъектов. На этой основе предложены рекомендации по определению стандартных инвестиционных стратегий компаний.

Третья глава «Результаты оценки инвестиционной привлекательности хозяйствующего субъекта» посвящена практическим расчетам инвестиционной привлекательности объектов диссертационного исследования. На основании конкретных показателей автором даны рекомендации по формированию инвестиционных стратегий исследуемых хозяйствующих субъектов.

В *заключении* обобщены результаты исследования, сделаны выводы и даны рекомендации.

II Основные научные положения и результаты, выносимые на защиту

1. Дополнено определение категории «инвестиции», понятия «инвестиционный процесс», дано понятие «финансово-инвестиционная привлекательность хозяйствующего субъекта».

Автор определяет *инвестиции*, с одной стороны, как акт удовлетворения будущих потребностей при отказе от определенных ценностей в настоящий момент, а с другой – как долгосрочные реальные и портфельные вложения, являющиеся инвестиционно привлекательными для инвестора.

Инвестиционный процесс – смена (изменение) состояний капитала, его аккумуляирование и использование целью получения эффекта.

У каждого инвестиционного процесса автор предлагает выделить 4 этапа (рисунок 1):

1) принятие решения о целесообразности инвестиций (оценка финансово-инвестиционной привлекательности);

2) преобразование сбережений (капитала) в инвестиции;

- 3) использование инвестиций (вложение капитала);
- 4) определение результата инвестирования (окупаемость инвестиций или какой-либо другой эффект).



Рисунок 1 – Инвестиционный процесс

Оценка финансово-инвестиционной привлекательности производится именно на первом этапе инвестиционного процесса, который является определяющим, так как именно на этом этапе принимается решение о целесообразности инвестиций.

В научной литературе для оценки целесообразности осуществления инвестиций в тот или иной проект, выбора альтернативных вариантов инвестирования и определения эффективности размещения ресурсов используется обычно понятие «инвестиционная привлекательность» организации, характеризующаяся, с одной стороны, экономической или коммерческой эффективностью инвестирования, с другой – возможностью и целесообразностью вложения средств, с точки зрения социально-экономического развития предприятия, отрасли, региона.

Важную роль для определения уровня инвестиционного риска при принятии решения об инвестициях играет понимание инвестором не только сущностных характеристик инвестиционного проекта как объекта инвестирования, но и четкое представление о том, насколько инвестиционно привлекателен сам хозяйствующий субъект, т.е. насколько эффективен его бизнес сегодня и какая эффективность ожидается в будущем, при каких условиях риск инвестиционных вложений приемлем для инвестора и какова будет премия за принимаемый инвестором инвестиционный риск.

В этом случае следует говорить не только об «инвестиционной привлекательности», но и взвешенной и комплексной оценке финансово-инвестиционной привлекательности хозяйствующих субъектов.

Под *финансово-инвестиционной привлекательностью хозяйствующего субъекта* необходимо понимать не только количественные показатели его деятельности, побуждающие потенциальных инвесторов осуществить вложение капитала в инвестиционный проект компании, отказавшись от альтернативных инвестиций как в настоящее время, так

и будущем, но и экономическое состояние среды функционирования хозяйствующего субъекта.

2. Введен дополнительный классификационный признак инвестиций по целям предпринимательской деятельности для определения индивидуального подхода к оценке финансово-инвестиционной привлекательности хозяйствующих субъектов при различных видах инвестирования.

К уже имеющимся признакам классификации инвестиций предлагается добавить такой, как цель предпринимательской деятельности (рисунок 2).

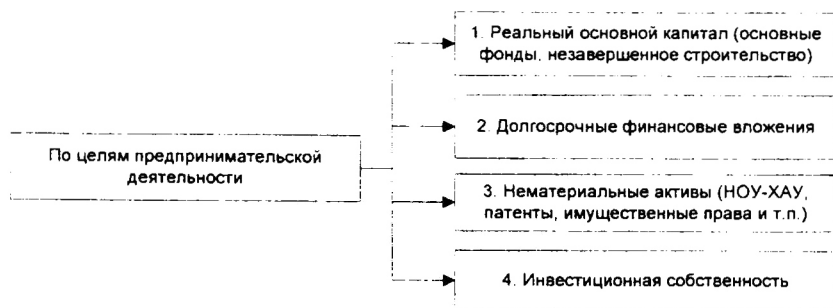


Рисунок 2 – Классификация инвестиций по целям предпринимательской деятельности

В структуре инвестиций необходимо выделить деятельность, направленную на создание инвестиционной собственности. Под инвестиционной собственностью понимаются объекты, отвечающие признакам основных средств, но в отличие от них, предназначены для получения доходов путем предоставления данных объектов в пользование сторонним организациям. Инвестиционная собственность может быть, например, передана в аренду.

Вложения в нематериальные активы нельзя отнести ни к первой, ни ко второй группе указанной выше классификации. Инвестиции в нематериальные активы предусматривают вложения денежных средств в развитие научных исследований, приобретение патентов и лицензий на использование новых технологий и т.п.

Реальные и портфельные инвестиции являются основными подвидами классификации, существующими в любой рыночной экономике. Оба вида инвестирования схожи в основном – вложении средств. Различия между ними возникают в способах проведения данного вложения.

3. Разработана трехфакторная модель оценки финансово-инвестиционной привлекательности хозяйствующего субъекта для проведения количественной и качественной экспресс-диагностики инвестиций и возможных путей минимизации рисков.

На основании изучения существующих в экономической литературе моделей определения инвестиционной привлекательности хозяйствующего субъекта можно сделать вывод о том, что она определяется только внутренним состоянием хозяйствующего субъекта. При этом внешняя среда, влияющая на деятельность компании, практически не затрагивается.

Эффективность инвестиционного проекта и сценарный анализ финансово-хозяйственного положения компании являются ключевыми при определении ее инвестиционной привлекательности. Ведь именно компания представляет собой конечный пункт вложения средств, и в ней реализуются конкретные инвестиционные проекты.

Необходимо разграничивать понятия «эффективность инвестиционных проектов» и «финансово-инвестиционная привлекательность». Это связано с тем, что при достаточно значимых показателях эффективности инвестиционного проекта сама инвестиционная привлекательность компании может быть низкой под влиянием макроэкономического окружения.

Модель оценки финансово-инвестиционной привлекательности должна включать в себя: оценку макроэкономического окружения; оценку инвестиционной привлекательности хозяйствующего субъекта, осуществляющего инвестиционный проект; оценку эффективности инвестиционного проекта. Взаимосвязь этих трех оценок можно представить при помощи матрицы (рисунок 3).

Финансово-инвестиционная привлекательность хозяйствующего субъекта не может определяться в полной изоляции от внешней среды его функционирования. Все, что происходит с хозяйствующим субъектом должно соотноситься с процессами, происходящими в экономике страны и мировом экономическом сообществе. Причина – любые процессы и явления во внешней среде влияют на деятельность хозяйствующего субъекта и ее результаты и соответственно увеличивают уровень неопределенности и риска вложения средств в его проекты. Ведь не случайно объемы инвестиций возрастают тогда, когда инвесторы оценивают вероятность возвратности вложенных ими средств на достаточно высоком уровне, то есть тогда, когда в стране существуют благоприятный инвестиционный климат.

Кроме того, данный подход позволяет проводить не только оценку, но визуализировать ее результаты доступным и понятным способом для специалистов не финансовых служб предприятия.

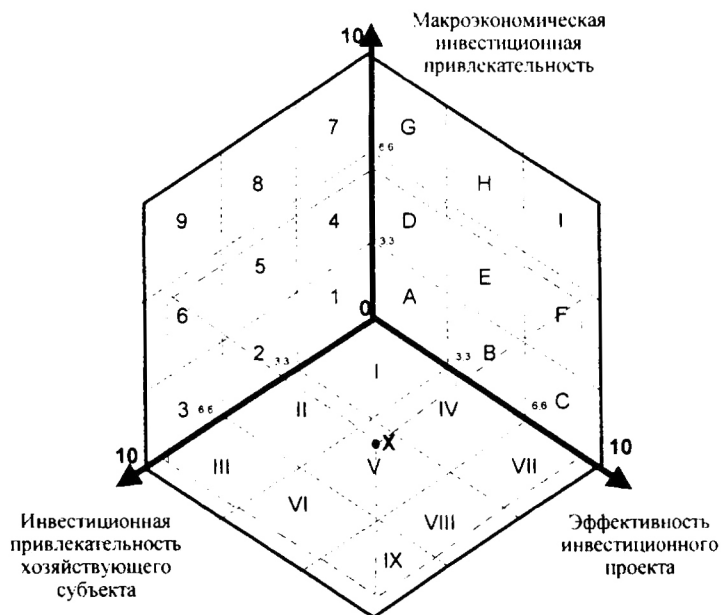


Рисунок 3 – Матрица оценки финансово-инвестиционной привлекательности хозяйствующего субъекта

4. Предложена и апробирована унифицированная методика комплексного управления финансово-инвестиционной привлекательностью хозяйствующего субъекта с целью всесторонней оценки рисков инвестора.

Алгоритм комплексного управления финансово-инвестиционной привлекательностью хозяйствующего субъекта представлен на рисунке 4.

Первоначально определяется круг рассматриваемых инвестиционных проектов и производится сбор необходимой информации для определения рисков и возможностей проектов. От этого этапа во многом зависит точность и правильность оценки финансово-инвестиционной привлекательности хозяйствующего субъекта.

Оценка макроэкономической инвестиционной привлекательности складывается из трех составляющих.

1. Оценка страновой инвестиционной привлекательности.
2. Оценка инвестиционной привлекательности региона.
3. Оценка инвестиционной привлекательности отрасли, в которой функционирует хозяйствующий субъект.

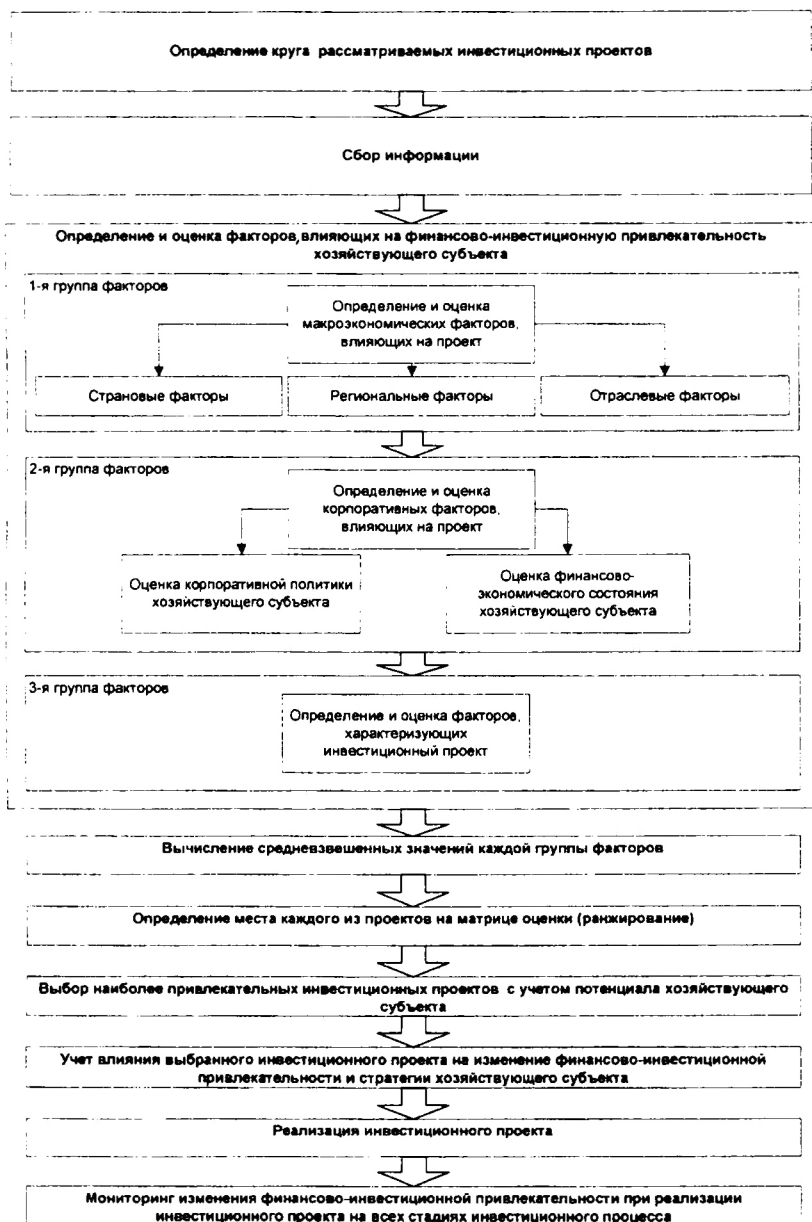


Рисунок 4 – Алгоритм управления финансово-инвестиционной привлекательностью хозяйствующего субъекта

Оценка макроэкономических рисков особенно актуальна для иностранных инвесторов, оценивающих риск прямых и портфельных инвестиций. Объясняется это тем, что современный инвестиционный процесс характеризуется ярко выраженной тенденцией к глобализации, а инвесторам, работающим на глобальном рынке, необходим постоянный анализ общеэкономических показателей различных государств для принятия оперативных решений и направления капитала с рынков одних стран на другие.

Анализ региональной инвестиционной привлекательности важен с позиций обеспечения хозяйствующего субъекта ресурсами; проведения экономической политики региональных властей и определения потенциала самого региона. Кроме того, наличие развитой инфраструктуры в регионе дает дополнительные стимулы для развития хозяйствующих субъектов.

Основной задачей анализа отраслевой инвестиционной привлекательности является выявление потенциала отрасли с точки зрения перспективности инвестирования. Важность отраслевого анализа для определения инвестиционной привлекательности хозяйствующего субъекта определяется тем, что он является основным для понимания внешней среды функционирования предприятия при принятии решения об инвестициях.

Оценка макроэкономической инвестиционной привлекательности необходима в целях разработки стратегии нейтрализации рисков и угроз внешней среды, в которой находится хозяйствующий субъект (таблица 1).

Как показано в таблице 1, каждому из факторов макроэкономического окружения присваивается оценка от 0 до 10 и определяется его удельный вес. Коэффициент макроэкономической инвестиционной привлекательности (КМИП) рассчитывается по формуле

$$\text{КМИП} = \sum_{k=1}^l U_k \times \left(\sum_{j=1}^m Z_j \times \left(\sum_{i=1}^n X_i \times Y_i \right) \right), \quad (1)$$

где $i = 1, 2, \dots, n$ – количество факторов 3-го уровня; X_i – балловая оценка i -го фактора 3-го уровня; Y_i – удельный вес i -го фактора 3-го уровня; $j = 1, 2, \dots, m$ – количество факторов 2-го уровня; Z_j – удельный вес j -го фактора 2-го уровня; $k = 1, 2, \dots, l$ – количество факторов 1-го уровня; U_k – удельный вес k -го фактора 1-го уровня.

Оценка корпоративного уровня инвестиционной привлекательности хозяйствующего субъекта, осуществляющего инвестиционный проект, должна включать две группы факторов:

- 1) показатели, характеризующие корпоративную политику;
- 2) финансово-экономические показатели.

Таблица 1 – Макропоказатели, определяющие инвестиционную привлекательность

Первый уровень		Второй уровень		Третий уровень	
Фактор	Коэффициент весомости	Фактор	Коэффициент весомости	Детализация фактора	Коэффициент весомости
Факторы, характеризующие страновую инвестиционную привлекательность	0,3	Фаза экономического цикла	0,05		1
		Темп роста внутреннего производства	0,15	Темп роста ВВП	0,4
				Темп роста индекса промышленного производства	0,6
		Объемы инвестиций в экономику	0,1	Темп роста инвестиций в основной капитал	1
		Труд и доходы населения	0,1	Темп роста реальных доходов населения	0,35
				Уровень безработицы (Удельный вес безработного населения в общей численности трудоспособного населения)	0,65
		Темп инфляции	0,1		1
		Денежно-кредитная политика	0,1	Ставка рефинансирования ЦБ	0,3
				Ставка резервирования ЦБ	0,2
				Динамика изменения денежного агрегата М2	0,5
		Налоговая политика	0,15	Размер налогового бремени	0,7
				Налоговые льготы	0,3
		Валютная политика	0,1	Фиксированный/плавающий курс	0,55
				Либеральность валютного законодательства (нормы обязательной продажи, резервирование и т.п.)	0,45
		Состояние фондового рынка	0,15	Динамика изменения индекса ММВБ	0,8
		Темп роста количества эмитентов торгующихся на ММВБ	0,2		
		Всего:	1,0		

Продолжение таблицы 1

Первый уровень		Второй уровень		Третий уровень	
Фактор	Коэффициент всесоности	Фактор	Коэффициент всесоности	Детализация фактора	Коэффициент всесоности
Факторы, характеризующие инвестиционную привлекательность региона	0,3	Темп роста ВРП	0,3	Темп роста индекса промышленного производства по сравнению со страновым	0,6
				Доля в ВВП	0,4
		Темп роста доходов населения региона	0,15	Темп доходов населения региона в сравнении с темпами роста в целом по стране	1
		Объемы инвестиций в основной капитал в регионе	0,3	Темп роста инвестиций в основной капитал в сравнении с темпами роста в целом по стране	0,7
				Доля инвестиций региона в общем объеме инвестиций	0,3
		Уровень безработицы	0,1	Уровень безработицы в регионе по сравнению со страновым показателем	1
		Налоговая политика	0,2	Доля собираемых налогов на территории Свердловской области в консолидированном бюджете России, %	1
		<i>Всего:</i>	1,0		
Факторы, характеризующие отраслевую инвестиционную привлекательность	0,4	Фаза жизненного цикла в отрасли	0,3		1
		Индекс промышленного производства отрасли	0,3		1
		Инвестиции в отрасль	0,25	Темп роста инвестиций в основной капитал	0,5
				Доля инвестиций региона в общем объеме инвестиций	0,2
				Износ основных фондов	0,3
		Барьеры входа в отрасль	0,05	Крупные инвестиции	0,3
				Лицензии и патенты	0,4
				Клиентская база	0,3
		Антимонопольные ограничения	0,1		1
		<i>Всего:</i>	1,0		
<i>Итого:</i>	1				

При анализе финансово-инвестиционной привлекательности хозяйствующих субъектов их корпоративная политика играет важную роль. Если при оценке корпоративной политики инвестор выясняет, что она не соответствует его представлениям о ведении бизнеса и стратегии развития компании, то дальнейшее проведение оценки финансового состояния хозяйствующего субъекта теряет всякий смысл.

Группа факторов, описывающая корпоративную политику, должна включать в себя оценку следующих качественных блоков показателей:

- а) показатели деловой репутации и прозрачности корпорации;
- б) показатели корпоративного управления;
- в) показатели корпоративной культуры.

Показатели репутации, прозрачности и открытости корпорации являются важными для инвестора. Прозрачность и открытость корпораций снижает неопределенность, которая сопутствует инвестиционному процессу. При этом раскрывается информация о финансовых возможностях и корпоративной структуре.

Причина значительного внимания инвесторов к проблеме корпоративного управления лежит в конфликте, который возникает среди субъектов корпоративных отношений, основа которого заложена в различии интересов лиц, участвующих в этих отношениях. Инвесторов интересуют принципы построения взаимоотношений между собственниками и менеджерами компаний, характер участия собственников компаний в принятии решений стратегического и оперативного управления.

Корпоративная культура включает систему деловых отношений, выраженную в нормах, ценностях, принципах и представлениях, которыми руководствуются сотрудники в своем поведении, и их знание о цели хозяйствующего субъекта в целом и своей роли в достижении этой цели.

Вторая группа показателей, необходимых, по нашему мнению, для оценки корпоративного уровня инвестиционной привлекательности, комплексно характеризующих устойчивость и развитие хозяйствующего субъекта, следующая:

- 1) рентабельность собственного капитала (*ROE*);
- 2) величина спреда между рентабельностью инвестированного капитала (*ROIC*) и средневзвешенной стоимостью капитала (*WACC*);
- 3) экономическая добавленная стоимость;
- 4) показатели рыночной активности корпорации.

Показатель *ROE* несет очень важную смысловую нагрузку, поскольку дает представление о доходах, которые компания генерирует для своих акционеров. Несмотря на всю простоту расчета данного показателя, *ROE* является комплексным индикатором. Для определения факторов, влияющих на него, осуществляется декомпозиция показателя и его представление как произведение нескольких коэффициентов в соответствии с пятиступенчатой моделью Дюпона.

Раскрытие состояния операционной деятельности осуществляется с помощью показателей «рентабельность инвестированного капитала» и «средневзвешенная стоимость капитала». Показатель *WACC* включает как альтернативные издержки, так и реальные расходы по процентным платежам, следовательно, существует возможность сравнить и проанализировать отдачу на инвестированный капитал и стоимость этого капитала.

Спрэд (разница между рентабельностью инвестированного капитала и стоимостью капитала) свидетельствует о конкурентоспособности компании. Понижительный тренд будет свидетельствовать об усилении конкуренции, повышательный тренд об отрыве от конкурентов.

Экономическая добавленная стоимость – это часть добавленной стоимости, которая рассматривается как разница между выручкой и всеми издержками организации, включая стоимость капитала (собственного и заемного). Данный показатель является постоянным напоминанием менеджерам об их обязательстве обеспечить акционерам требуемую ставку процента. Он позволяет простым и удобным образом выразить приведенную чистую стоимость инвестированного капитала (*NPV*). Поскольку из экономической добавленной стоимости вычитаются затраты по финансированию, его можно использовать в качестве операционного дохода. Только при превышении ожидаемой инвесторами доходности, т.е. при положительной добавленной стоимости, можно обеспечить положительный *NPV*. Это необходимо для принятия правильных инвестиционных и финансовых решений.

Основным показателем рыночной активности компании является мультипликатор «цена/прибыль на акцию» (*P/E*), который зависит от ожиданий инвесторов относительно роста будущих прибылей и величины процентной ставки.

Факторы оценки корпоративной составляющей финансово-инвестиционной привлекательности представлены в таблице 2.

Коэффициент оценки корпоративной инвестиционной привлекательности хозяйствующего субъекта, осуществляющего инвестиционный проект (ККИП), рассчитывается по формуле

$$\text{ККИП} = \sum_{k=1}^l P_k \times \left(\sum_{j=1}^m Z_j \times \left(\sum_{i=1}^n X_i \times Y_i \right) \right), \quad (2)$$

где $i = 1, 2, \dots, n$ – количество факторов 3-го уровня; X_i – балловая оценка i -го фактора 3-го уровня; Y_i – удельный вес i -го фактора 3-го уровня; $j = 1, 2, \dots, m$ – количество факторов 2-го уровня; Z_j – удельный вес j -го фактора 2-го уровня; $k = 1, 2, \dots, l$ – количество факторов 1-го уровня; P_k – удельный вес k -го фактора 1-го уровня.

Максимальное значение ККИП равно 10.

Таблица 2 – Факторы оценки корпоративной составляющей финансово-инвестиционной привлекательности

Первый уровень		Второй уровень		Третий уровень	
Фактор	Коэффициент весомости	Фактор	Коэффициент весомости	Фактор	Коэффициент весомости
Показатели, характеризующие корпоративную политику	0,6	Показатели деловой репутации и прозрачности корпорации	0,3	Размещение ценных бумаг корпорации в листинге фондовой биржи	0,2
				Наличие отчетности по МСФО	0,15
				Опубликование достоверной аудированной финансовой отчетности	0,05
				Образование, квалификация и опыт менеджмента	0,1
				Наличие дефолтов в исполнении обязательств	0,15
				Участие в судебных процессах	0,05
				Участие в рейтингах, наличие наград и званий	0,05
				Узнаваемость товарного знака, известность	0,1
				Качество продукции, наличие рекламаций	0,15
		Показатели корпоративного управления	0,4	Структура собственников	0,05
				Владение менеджерами долями уставного капитала	0,3
				Характер отношений между акционерами корпоративного клиента	0,2
				Характер отношений между акционерами и менеджментом корпоративного клиента, совмещение функций	0,1
				Наличие принципов построения отношений между собственниками и менеджментом	0,15
				Взаимосвязь оплаты менеджеров и результат деятельности корпорации	0,15
				Роль совета директоров в управлении, его независимость	0,05
		Показатели корпоративной культуры	0,3	Наличие корпоративных стандартов поведения и их фиксация в трудовых соглашениях	0,1
				Наличие систем мотивации, дух соревновательности (командный дух)	0,1
				Отношение сотрудников к личности владельца/менеджера	0,1
				Образовательные программы	0,2
				Периодичность выплаты заработной платы	0,2
				Наличие внутреннего контроля и аудита	0,1
				Социальный пакет	0,2
		Всего:	1		

Продолжение таблицы 2

Первый уровень		Второй уровень		Третий уровень	
Фактор	Коэффициент весомости	Фактор	Коэффициент весомости	Фактор	Коэффициент весомости
Финансово-экономические показатели	0,4	Рентабельность собственного капитала <i>ROE</i>	0,25		
		Величина спреда между рентабельностью инвестированного капитала и средневзвешенной стоимостью капитала	0,15		
		Экономическая добавленная стоимость	0,3		
		Показатели рыночной активности корпорации	0,4	<i>P/E</i>	0,6
				<i>EV/EBITDA</i>	0,4
		<i>Всего:</i>	1		

Оценка эффективности инвестиционного проекта определяется показателями: чистая приведенная стоимость (*NPV*), внутренняя норма рентабельности (*IRR*), период окупаемости (*PP*) (таблица 3). Данные показатели должны полностью удовлетворять инвестора при оптимальном соотношении риска и доходности.

Таблица 3 – Факторы оценки эффективности инвестиционного проекта

Фактор	Коэффициент весомости
<i>NPV</i>	0,25
<i>IRR</i>	0,30
<i>PP</i>	0,45
<i>Всего:</i>	1,00

Каждому из факторов присваивается оценка от 0 до 10 и определяется его удельный вес. Коэффициент эффективности инвестиционного проекта (КЭИП) рассчитывается по формуле

$$КЭИП = \sum_{i=1}^n X_i \times Y_i, \quad (3)$$

где $i = 1, 2, \dots, n$ – количество показателей ($n = 4$); X_i – балловая оценка i -го показателя; Y_i – удельный вес i -го показателя.

Максимальное значение КЭИП равно 10.

Для графического отображения в матрице эффективность инвестиционного проекта определяется в диапазоне от 0 до 10.

После того, как определены все три показателя инвестиционной привлекательности с конкретной оценкой, в матрице с трехмерной системой координат определяется положение точки X (инвестиционного проекта хозяйствующего субъекта).

На каждой оси выделяются три зоны для показателей:

значение показателей от 0 до 3,3 ед. – негативная зона (Н),

значение показателей от 3,3 до 6,6 ед. – допустимая зона (Д),

значение показателей от 6,6 до 10 ед. – оптимальная зона (О).

Таким образом, на матрице образуется 27 вариантов оценки финансово-инвестиционной привлекательности (графически представленных в виде кубов с координатами) (таблица 4).

Таблица 4 – Возможные варианты оценки финансово-инвестиционной привлекательности

Номер куба	Координаты куба			Зона показателя		
	КМИП	ККИП	КЭИП	КМИП	ККИП	КЭИП
1	I	I	A	Н	Н	Н
2	I	IV	B	Н	Н	Д
3	I	VII	C	Н	Н	О
4	II	II	A	Н	Д	Н
5	II	V	B	Н	Д	Д
6	II	VIII	C	Н	Д	О
7	III	III	A	Н	О	Н
8	III	VI	B	Н	О	Д
9	III	IX	C	Н	О	О
10	IV	I	D	Д	Н	Н
11	IV	IV	E	Д	Н	Д
12	IV	VII	F	Д	Н	О
13	V	II	D	Д	Д	Н
14	V	V	E	Д	Д	Д
15	V	VIII	F	Д	Д	О
16	VI	III	D	Д	О	Н
17	VI	VI	E	Д	О	Д
18	VI	IX	F	Д	О	О
19	VII	I	G	О	Н	Н
20	VII	IV	H	О	Н	Д
21	VII	VII	I	О	Н	О
22	VIII	II	G	О	Д	Н
23	VIII	V	H	О	Д	Д
24	VIII	VIII	I	О	Д	О
25	IX	III	G	О	О	Н
26	IX	VI	H	О	О	Д
27	IX	IX	I	О	О	О

5. Предложены рекомендации по формированию стандартных инвестиционных стратегий инвестора для снижения рисков.

На основании полученных выше данных определяется степень финансово-инвестиционной привлекательности хозяйствующего субъекта по четырем группам (таблица 5).

Таблица 5 – Степени финансово-инвестиционной привлекательности хозяйствующего субъекта

Степень финансово-инвестиционной привлекательности хозяйствующего субъекта	Номер куба
Высокопривлекательные	18, 24, 26, 27
Среднепривлекательные	9, 14, 15, 17, 23
Малопривлекательные	6, 8, 11, 12, 13, 16, 20, 21, 22, 25
Непривлекательные	1, 2, 3, 4, 5, 7, 10, 19

Позиция хозяйствующего субъекта на инвестиционном рынке двойственна. С одной стороны, он может занимать активную позицию, т.е. располагать свободными денежными средствами и вкладывать их в собственный бизнес (реинвестирование) или искать прибыльное размещение своих средств за пределами компании. С другой стороны, хозяйствующий субъект может быть пассивным участником рынка, привлекая внешнее финансирование с рынка капитала. Соотношение этих направлений деятельности предприятий зависит от совокупности макро- и микроэкономических факторов и стратегии хозяйствующего субъекта.

В связи с этим необходимо сформулировать стандартные стратегии поведения инвестора, связанные со степенью финансово-инвестиционной привлекательности хозяйствующего субъекта, действующего на инвестиционном рынке (таблица 6).

Таблица 6 – Стандартные стратегии поведения инвестора

Направления инвестиционной стратегии	Высоко-привлекательные	Средне-привлекательные	Мало-привлекательные	Непривлекательные
1. Компания выступает в роли инвестора – реинвестирование (активный участник инвестиционного рынка)	Приоритетная реализация проекта. Контроль вложения денежного капитала	Нейтрализация угроз внешней среды. Содействие только в отраслях, обладающих потенциалом роста. Внедрение без высокого риска	Проверка роста рынка. Отход от реализации проекта, если прогнозируется высокий риск. Снижение постоянных затрат проекта	Отказ от инвестиционного проекта

Продолжение таблицы 6

Направления инвестиционной стратегии	Высоко-привлекательные	Средне-привлекательные	Мало-привлекательные	Непривлекательные
2. Компания выступает в роли инвестора – инвестирование за пределы компании (активный участник инвестиционного рынка)	Постоянный мониторинг инвестиционного процесса. Минимизация рисков реализации проекта	Нейтрализация угроз внешней среды. Контроль за постоянными и переменными расходами проекта	Диверсификация инвестиций	Выбор альтернативного варианта инвестирования
3. Компания выступает в роли объекта инвестирования (пассивный участник инвестиционного рынка)	Приоритетная реализация проекта. Постоянный мониторинг инвестором инвестиционного процесса	Инвестирование в проект с учетом постоянного мониторинга внешних и внутренних рисков	Отход от реализации проекта, если прогнозируется высокий риск	Отказ инвестора от проекта и выбор альтернативного варианта

Данный подход был реализован в двух хозяйствующих субъектах. Результаты исследований представлены в таблице 7.

Таблица 7 – Результаты оценки финансово-инвестиционной привлекательности хозяйствующих субъектов

Показатель	ОАО «Метзавод им. Серова»		ОАО «Уралпредмет»	
	Балл	Ячейка на матрице	Балл	Ячейка на матрице
КМИП	4,285	6	4,285	6
ККИП	7,170	IV	7,617	IX
КЭИП	5,000	E	8,500	F
Номер куба		17		18

Рассматривая инвестиционный проект расширения производственных мощностей ОАО «Металлургический завод им. Серова», отметим, что относительно долгий срок его окупаемости (13 лет) и низкая внутренняя норма рентабельности (8,14%) делают проект среднепривлекательным на фоне резких колебаний рыночной конъюнктуры в металлургической отрасли. В качестве предложений необходимо отметить два пути: либо выбрать стратегию поиска дополнительных преимуществ, которые дает проект холдингу в целом, и нейтрализации угроз внешней среды, либо при высоких рисках отказаться от него.

Короткий срок окупаемости инвестиционного проекта по созданию собственной сырьевой базы на ОАО «Уралпредмет» (~5 лет) и высокая внутренняя норма рентабельности (36,14%) делают проект привлекательным при резких колебаниях рыночной конъюнктуры, поскольку в результате реализации проекта предприятие получает сырьевую неза-

висимость. Практически исключаются валютные, инфраструктурные риски. Проект делает компанию более устойчивой, что на фоне уже существующих хороших показателей корпоративного уровня повышает финансово-инвестиционную привлекательность предприятия с точки зрения потенциальных инвесторов.

III Основные положения диссертационного исследования опубликованы в следующих работах

Статьи в изданиях, рекомендуемых экспертным советом ВАК РФ

1. *Веретенникова, О. Б.* Факторный подход к оценке финансово-инвестиционной привлекательности хозяйствующих субъектов / О. Б. Веретенникова, А. А. Паюсов // Известия Уральского государственного экономического университета. 2009. № 4(26). – 0,51/0,25 п.л.

2. *Веретенникова, О. Б.* Модель оценки инвестиционной привлекательности хозяйствующего субъекта / О. Б. Веретенникова, А. А. Паюсов // Известия ИГЭА / Байкальский гос. ун-т экономики и права. 2008. № 2(58). – 0,51/0,25 п.л.

Статьи и материалы в прочих изданиях

3. *Паюсов, А. А.* Модели оценки инвестиционной привлекательности хозяйствующего субъекта / А. А. Паюсов // Роль финансово-кредитной системы в реализации приоритетных задач развития экономики : материалы 1-й Междунар. науч. конф. СПб. : Изд-во С.-Петерб. гос. ун-та экон. и финансов, 2008. Ч. 1. – 0,25 п.л.

4. *Веретенникова, О. Б.* Методические подходы к оценке инвестиционной привлекательности компаний / О. Б. Веретенникова, А. А. Паюсов // Финансы, денежное обращение и кредит : науч. зап. Екатеринбург : Изд-во Урал. гос. экон. ун-та, 2008. Вып. 23. – 0,8/0,4 п.л.

5. *Паюсов, А. А.* Инвестиционная привлекательность компании: определение, методы оценки / А. А. Паюсов // Финансы, кредит и международные экономические отношения в XXI веке : материалы 2-й междунар. науч. конф. СПб. : Изд-во С.-Петерб. гос. ун-та экон. и финансов, 2007. Ч. 2. – 0,25 п.л.

6. *Паюсов, А. А.* Факторы, влияющие на инвестиционную привлекательность предприятия / А. А. Паюсов // Финансы, денежное обращение и кредит : науч. зап. Екатеринбург : Изд-во Урал. гос. экон. ун-та, 2007. Вып. 20. – 0,7 п.л.

7. *Паюсов, А. А.* Проблемы формирования финансовой стратегии на промышленном предприятии / А. А. Паюсов // Финансы, денежное обращение и кредит : науч. зап. Екатеринбург : Изд-во Урал. гос. экон. ун-та, 2007. Вып. 19. – 0,58 п.л.

8. *Паюсов, А. А.* Реинжиниринг как инструмент управления конкурентоспособностью и финансовыми показателями предприятия / А. А. Паюсов // Конкурентоспособность предприятий и территорий в меняющемся мире : материалы Междунар. науч.-практ. конф. Екатеринбург : Изд-во Урал. гос. экон. ун-та, 2002. – 0,11 п.л.

Подписано в печать 23.10.2009.
Формат бумаги 60 × 84 ¹/₁₆. Бумага офсетная.
Печать плоская. Усл. печ. л. 1,39. Печ. л. 1,5.
Заказ 446. Тираж 120 экз.

Отпечатано с готового оригинал-макета
в подразделении оперативной полиграфии
Уральского государственного экономического университета
620144, г. Екатеринбург, ул. 8 Марта/Народной воли, 62/45

102